

De nuevo en marcha: estímulos fiscales en todo el mundo

SOLUTIONS & MULTI-ASSET | GLOBAL BALANCED RISK CONTROL | PERSPECTIVA MACROECONÓMICA
MARZO 2019

Después de meses de inquietud en los mercados, repuntes y preocupación sobre el crecimiento global, los estímulos fiscales podrían proporcionar el impulso que ponga la economía de nuevo en marcha. La debilidad de los mercados financieros ha hecho que los bancos centrales adopten en general una actitud más moderada, que se refleja especialmente en la pausa reciente en el ciclo de subidas de tipos de interés en Estados Unidos. Sin embargo, creemos que los programas de estímulo fiscal, muchos de los cuales incluyen grandes iniciativas de gasto en infraestructuras, podrían ser clave para reducir el riesgo de recesión a corto plazo. Esperamos que China, Estados Unidos y la zona euro anuncien nuevos estímulos fiscales, lo que implica que, en la segunda mitad de 2019, podríamos asistir a un repunte cíclico de la inversión en infraestructuras, que se adentraría en 2020.

China: que comience la construcción

El objetivo a largo plazo de China de reducir el apalancamiento y mejorar la eficiencia de las industrias ha provocado una ralentización económica y un aumento del desempleo. La situación se ha exacerbado por las tensiones comerciales con Estados Unidos, lo que ha generado ciertas situaciones de malestar social. En parte para aliviar cualquier posible tensión, el gobierno chino ha comenzado a aplicar estímulos de manera significativa, mostrando un fuerte compromiso para estabilizar su economía a corto plazo.

AUTOR



ANDREW HARMSTONE
Managing Director

Andrew es gestor jefe de carteras de la estrategia Global Balanced Risk Control (GBaR). Se incorporó a Morgan Stanley en 2008 y cuenta con más de 30 años de experiencia en el sector.

“De nuevo en
marcha, estoy
deseando estar
en la carretera
de nuevo”.

— Johnny Cash



Para impulsar la economía, China va a poner en marcha un programa de estímulo fiscal doble, centrado en bajadas de impuestos y proyectos de infraestructuras financiados mediante deuda de la administración local. Esperamos que el abultado déficit fiscal, que incluye vehículos de financiación de la administración local y otras actividades no incluidas en el presupuesto, sea un 1,5%¹ superior con respecto a 2018.

Al mismo tiempo, se ha producido una significativa relajación de la política monetaria, por ejemplo, con las rebajas de las ratios de reservas obligatorias y un apoyo al sector privado más específico vía financiación. Es de esperar que, si el reciente impulso de China en los frentes monetario y fiscal permite estabilizar la tasa de crecimiento prevista para el país del 6%-6,5%² en 2019, sus efectos lleguen al resto del mundo, particularmente, en forma de Asia (exc. Japón)

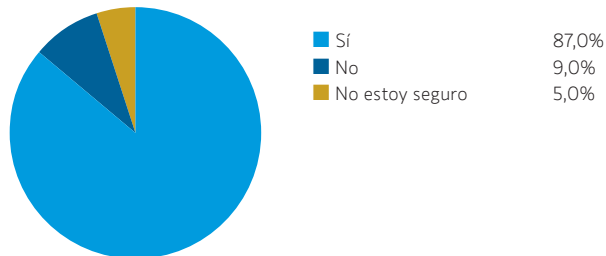
¿Está Estados Unidos construyendo puentes?: apoyo de los dos principales partidos a la inversión en infraestructuras

Con un Congreso dividido, Estados Unidos sufre un importante bloqueo político. Sin embargo, una de las áreas donde parece posible un acuerdo bipartidista es el gasto en infraestructuras. Debido a décadas de abandono, las infraestructuras de Estados Unidos —que obtuvieron una calificación de D+ de la Sociedad Americana de Ingenieros Civiles en 2017— necesitan mejoras desesperadamente.³ El gasto en infraestructuras probablemente crearía empleos y mejoraría la economía. También podría reducir el coste del transporte y aumentar la seguridad, generando una mayor rentabilidad para las compañías y nuevos recursos para impulsar la inversión.

GRÁFICO 1

U.S. aprobación por parte de los electores del gasto en infraestructuras.

¿Deberían los líderes demócratas en el Congreso y el presidente Trump trabajar juntos durante 2019 para aprobar leyes que mejoren las infraestructuras?



Fuente: la encuesta se llevó a cabo entre el 23 y el 24 de enero de 2019 por Rasmussen Reports para la Asociación Americana de Constructores de Carreteras y Transportes (ARTBA) y la Asociación Americana de Transporte Público (APTA). Los resultados fueron coherentes entre los electores que se identificaron como republicanos o demócratas.

El presidente Trump propuso un paquete de inversiones en infraestructuras valorado en 1,5 billones de USD en 2018, destinado principalmente a modernizar carreteras, puentes y aeropuertos antiguos. Los demócratas han desvelado sus propios planes para asignar 500.000 millones de USD durante diez años a un programa centrado en infraestructuras que reduciría la dependencia de los combustibles fósiles.

El medio más prometedor para pagar un paquete de infraestructuras sería aumentar el impuesto a la gasolina —que no se ha incrementado desde el mandato de Bill Clinton— 25 centavos por galón durante cinco años. Otras vías de financiación incluyen aumentar el déficit, recortar otras partidas del presupuesto o crear impuestos sobre el kilometraje del vehículo o las transacciones financieras.

Si bien los planes de los dos partidos difieren en los detalles, cuentan con un potente respaldo de los electores tanto del Partido Republicano como del Partido Demócrata para que se apruebe una ley de algún tipo (Gráfico 1).

Con el apoyo del 87% de los electores probables,⁴ esperamos que se presente un proyecto de ley conjunto en mayo.

Europa: Italia y Alemania, a la cabeza de los estímulos

En la zona euro en su conjunto, los estímulos fiscales para 2019 no se acercan a los de China o Estados Unidos, aunque también muestran una tendencia expansiva. Con unas infraestructuras envejecidas en todo el continente, parece probable que los gobiernos europeos adopten programas de estímulo valorados en unos 47.000 millones de USD en total.

Consideramos que estos programas de estímulo de la zona euro suponen en parte una reacción al auge de los partidos populistas en países como Italia. El populismo ha encabezado el rechazo a la austeridad. También parece haber empujado a partidos políticos más tradicionales a incurrir en un mayor gasto para mejorar las economías de sus países y proteger sus propias posiciones políticas.

Los niveles de gasto difieren significativamente entre los países de la zona euro. Italia ha sido el país que más ha incrementado su superávit primario estructural, en 18.000 millones de EUR (Gráfico 2). Alemania ha disfrutado

¹ Estimación del equipo MSIM GBaR.

² Informe anual sobre el trabajo del gobierno de China de 2019.

³ La Sociedad Americana de Ingenieros Civiles concedió a Estados Unidos una calificación de D+ en 2017, indicando que su infraestructura se encontraba "en su mayoría por debajo del estándar requerido" y que no abordar esta brecha podría costar billones de USD y millones de empleos. <https://www.infrastructurereportcard.org/wp-content/uploads/2017/04/2017-IRC-Executive-Summary-FINAL-FINAL.pdf>

⁴ <https://www.artba.org/2019/02/01/poll-shows-strong-partisan-divide-border-wall-funding-strong-bipartisan-support-broad-infrastructure-initiative/>

de superávit, por lo que dispone de mayor margen de maniobra para aplicar medidas de estímulo. Por el contrario, Francia y España han soportado presión política para abandonar sus intenciones de mantener los déficits por debajo del umbral del 3%. El gobierno francés se vio obligado por los manifestantes a descartar algunas subidas de impuestos previstas y el gobierno de España no logró aprobar sus presupuestos en el Congreso. Tales presiones pueden resultar en medidas más expansivas, por lo que podríamos ver que el dato neto supere los 47.000 millones de USD previstos.

Japón: Gasto en infraestructuras para compensar la subida del IVA

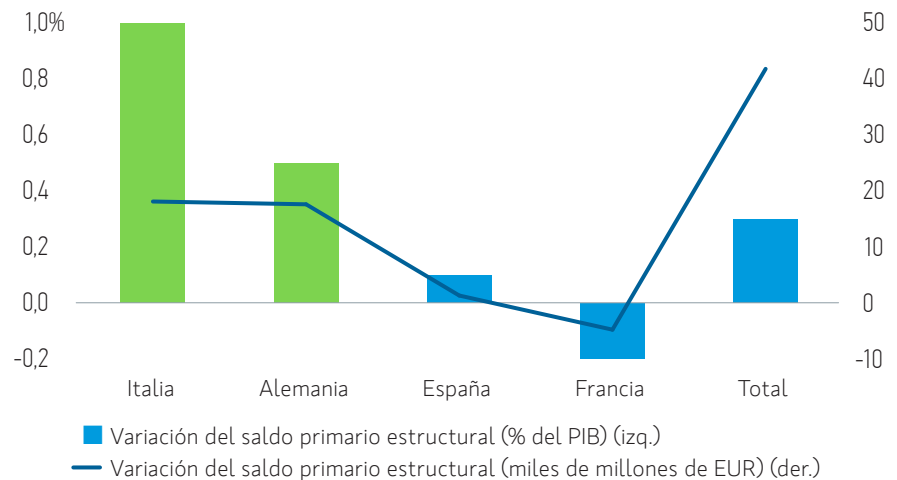
Japón elevará el IVA del 8% al 10% en octubre de 2019 para ayudar a financiar los crecientes costes de la seguridad social. La última ocasión en que se aumentó el IVA, en 2014, causó una notable desaceleración de la economía japonesa, un riesgo del que el gobierno es muy consciente y ante el cual está tomando medidas preventivas.

Destacan las acciones dirigidas a presionar a las compañías para que aumenten los salarios y compensen la subida fiscal, un presupuesto récord para 2019 que incluye un gasto de 2 billones de yenes en iniciativas tales como cupones de compra para hogares con bajos ingresos y 500.000 millones de JPY en subvenciones estatales para fomentar las operaciones sin efectivo. Cabe señalar que el presupuesto incluye aproximadamente 1 billón de JPY destinados a obras públicas, esencialmente, proyectos de infraestructuras.

Estas iniciativas de gasto suman alrededor de 6,5 billones de JPY, mientras que el aumento de los ingresos fiscales por IVA se estima en 5,6 billones de JPY, por lo que el efecto neto será un estímulo positivo de 0,9 billones de JPY, aproximadamente, 9.800 millones de JPY o el 0,16% del PIB. Por tanto, creemos que el firme compromiso para evitar una situación similar a la de 2014

GRÁFICO 2

Grandes gastadores: Italia y Alemania



Fuente: Comisión Europea, MSIM. A 6 de marzo de 2019..

debería ayudar a la economía japonesa a asimilar la subida del citado impuesto.

Mercados emergentes: fiscalmente expansivos en general, con un enfoque hacia las infraestructuras

A pesar de las diferencias entre países, prevalece el estímulo fiscal positivo —particularmente, el gasto en infraestructuras— en la mayoría de los mercados emergentes:

- **ASIA EMERGENTE:** En general, la región evoluciona de forma sustancialmente positiva. India está invirtiendo en carreteras, ferrocarriles y desarrollo rural, así como en asistencia social mediante ayudas a las rentas agrarias y desgravaciones fiscales. Filipinas también está aumentando el gasto y elevando su techo de déficit presupuestario para impulsar sus infraestructuras. En Corea del Sur, el gobierno se ha propuesto lograr el mayor aumento presupuestario desde la crisis financiera de 2008, del 9,5% con respecto al año pasado, principalmente, en respuesta a la debilidad económica de China. El gasto de Taiwán permanece neutral, mientras que Indonesia es una de las anomalías de la región al haber pospuesto proyectos de infraestructuras.

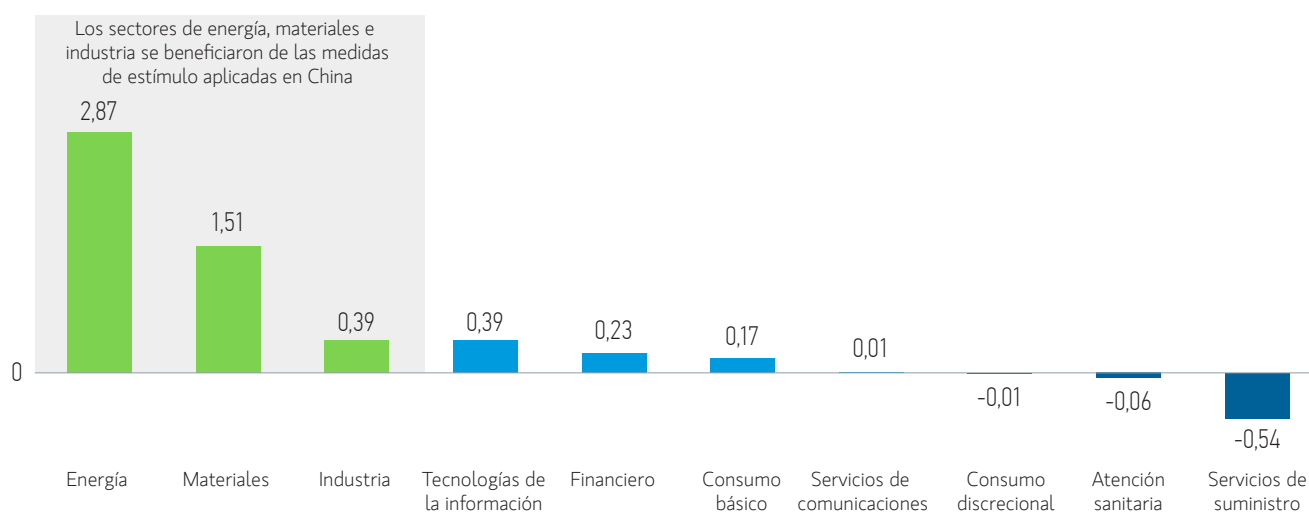
- **AMÉRICA LATINA:** En general, la región muestra inclinación hacia el gasto en infraestructuras, pero con un endurecimiento fiscal neto. En Brasil, el gobierno cuenta con planes increíblemente ambiciosos de gasto en infraestructuras, entre los que se encuentran 12 aeropuertos y una importante línea ferroviaria y licitará cuatro contratos de arrendamiento de puertos en marzo, al tiempo que ha adoptado una política monetaria más expansiva. El nuevo presidente ha mejorado las perspectivas de inversión, aunque algunos partícipes del mercado mantienen sus dudas sobre su capacidad de gobernabilidad. En México, donde los elevados tipos de interés, en máximos de la década, impiden que se adopten planes de estímulo ambiciosos, el gasto en infraestructura se mantiene neutral.

- **EUROPA DEL ESTE, ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA:** Rusia ha puesto en marcha un “fondo de desarrollo” para cofinanciar proyectos de infraestructuras, lo que supone una medida positiva. Sin embargo, las últimas sanciones amenazan con dificultar las inversiones.

GRÁFICO 3

Lecciones de la exposición a China

Beta de 12 meses. Variación del BPA a 12 meses. Crecimiento del índice MSCI All Country World



Las previsiones/estimaciones se basan en las condiciones de mercado vigentes, están sujetas a cambios y podrían no cumplirse necesariamente.

Fuente: IBES, Datastream, MSIM. Beta calculada utilizando datos mensuales entre febrero de 2011 y febrero de 2018

Repercusiones: beneficiarios del gasto en infraestructura

Para los inversores, el gasto en infraestructuras tiene consecuencias en diversos sectores. Para inferir cuáles podrían ser esas repercusiones, podemos fijarnos en la experiencia de China con su reciente programa de estímulo. El *Gráfico 3* muestra el efecto de los estímulos, en las expectativas de

impulso crediticio en China en términos interanuales para varios sectores. Sugiere que los sectores de energía, materiales e industrial pueden presentar el mayor potencial alcista para los inversores en renta variable. También somos optimistas sobre el sector de metales industriales debido a su importancia en el ámbito de las infraestructuras, a pesar del bajo lugar que ocupa en esta tabla.

Desde el punto de vista de la renta fija, las políticas de estímulo sugieren una perspectiva positiva para el crecimiento global y suponen un mínimo para la debilidad reciente. Si bien la debilidad a corto plazo de los datos económicos y la actitud moderada de la Reserva Federal pueden provocar descensos en las rentabilidades de los bonos, en nuestra opinión, el retorno de poseer bonos a más largo plazo en relación con

GRÁFICO 4

Riesgos a corto plazo para nuestra perspectiva sobre las infraestructuras

Diversos eventos podrían provocar un repunte de la volatilidad

EVENTO DE RIESGO INMINENTE

RESULTADOS BINARIOS POSIBLES

1. Acuerdo comercial entre China y Estados Unidos	Se logra un acuerdo (efecto moderadamente positivo); no se logra un acuerdo (efecto sustancialmente negativo)
2. Aranceles de Estados Unidos a las importaciones de automóviles de Europa	Se imponen (efecto sustancialmente negativo); no se imponen (neutral)
3. Envío de tropas estadounidenses a Venezuela	Se envían (efecto sustancialmente negativo); no se envían (neutral)
4. Implementación en Estados Unidos de un programa sustancial de estímulo fiscal basado en las infraestructuras	Se acuerda implementarlo (efecto sustancialmente positivo); no se acuerda implementarlo (efecto moderadamente negativo)
5. Negociaciones sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea	Salida abrupta (efecto sustancialmente negativo); se logra un acuerdo (efecto sustancialmente positivo)
6. Excepciones para las sanciones a las importaciones de petróleo de Irán	Se prorrogan (efecto moderadamente positivo); no se prorrogan (efecto sustancialmente negativo)

Fuente: MSIM. A 26 de marzo de 2019. Los puntos de vista, las opiniones y las previsiones son los del equipo de inversión y pueden variar en cualquier momento debido a las condiciones de mercado o económicas y podrían no llegar a materializarse. Los puntos de vista expresados no reflejan los de todos los gestores de carteras de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) ni los de toda la compañía en conjunto y podrían no plasmarse en todos los productos y las estrategias que ofrece la compañía.

el riesgo sigue sin resultar atractivo. El aplanamiento de la curva de tipos implica que cualquier evidencia de nuevo crecimiento —debido, por ejemplo, a que Estados Unidos apruebe un programa importante de estímulo centrado en sus infraestructuras— podría provocar una fuerte reactivación de las rentabilidades y rendimientos negativos para los bonos a más largo plazo a partir de los niveles actuales. Los estímulos fiscales también sugerirían una mayor emisión de bonos, lo que probablemente elevaría las rentabilidades. Nuestra perspectiva apunta a una economía más fuerte, un posible aumento moderado de las expectativas inflacionarias y una mayor oferta de deuda, todo lo cual es negativo para los bonos de larga duración.

Nuestra perspectiva podría cambiar en caso de que se produzcan eventos de riesgo de calado

Lo que complica esta perspectiva, generalmente positiva, para las infraestructuras —y los sectores que pueden beneficiarse de ella— es el número inusualmente elevado de eventos de riesgo con carácter binario que podrían hacer retroceder temporalmente los mercados y dar al traste con el entusiasmo por el estímulo fiscal; los utilizaríamos más como oportunidades de compra que como compromisos con posiciones negativas. Estos riesgos se mencionan en el *Gráfico 4*.

GRÁFICO 5

Gasto en infraestructuras Una tendencia global

VARIACIÓN ESTIMADA DEL GASTO FISCAL EN 2019*

	ESTADOS UNIDOS	EUROPA	CHINA	JAPÓN
% del PIB nominal	0,5%	0,3%	1,5%	-0,4%
Valor en USD	304.000 millones de USD	47.400 millones de USD	225.000 millones de USD	-18.000 millones de USD

VARIACIÓN ESTIMADA DEL GASTO EN INFRAESTRUCTURAS EN 2019

	ESTADOS UNIDOS	EUROPA	CHINA	JAPÓN
% del PIB nominal	0,2%	n.d.	0,8%	0,1%
Valor en USD	50.000 millones de USD	n.d.	120.000 millones de USD	8.400 millones de USD

Las previsiones/estimaciones se basan en las condiciones de mercado vigentes, están sujetas a cambios y podrían no cumplirse necesariamente.

Fuente: Ministerio de Finanzas (Japón), Oficina del Presupuesto del Congreso, Comisión Europea, MSIM. A 6 de marzo de 2019.

* Este indicador se calcula como la variación estimada del saldo del presupuesto primario en 2019 en comparación con 2018. El año fiscal estadounidense comienza el 1 de octubre y termina el 30 de septiembre. Las cifras anteriores reflejan el año fiscal 2019, que termina en septiembre de 2019.

Estos riesgos binarios presentan en su mayoría un sesgo a la baja.

¡A construir!

El renovado enfoque hacia el ámbito de las infraestructuras es una tendencia global. Incluso en Japón, donde el conjunto del gasto fiscal está reduciéndose, la inversión en infraestructuras ha aumentado ligeramente (*Gráfico 5*). Es probable que los nuevos proyectos —en forma de

carreteras, puentes, mejora de centros de transporte, desarrollo rural y otras tantas iniciativas— minimicen la amenaza de recesión. De hecho, pensamos que pueden hacer que la economía global “se ponga de nuevo en marcha” y se encamine hacia una mejora cíclica significativa de cara a 2020.

Consideraciones sobre riesgos

No existe garantía de que la estrategia vaya a alcanzar su objetivo de inversión. Las carteras están expuestas al riesgo de mercado, que es la posibilidad de que los valores de mercado de los títulos de la cartera bajen y que, por consiguiente, el valor de las acciones de la cartera sea inferior al que usted pagó por ellas. En consecuencia, su inversión en esta cartera podrá comportar pérdidas. Tenga en cuenta que esta estrategia puede estar sujeta a determinados riesgos adicionales. Existe el riesgo de que la **metodología de asignación de activos y los supuestos** del asesor con respecto a las carteras subyacentes sean incorrectos a la luz de las condiciones reales del mercado, por lo que la cartera podría no alcanzar su objetivo de inversión. Las cotizaciones también suelen presentar volatilidad y existe una posibilidad significativa de pérdida. Las inversiones de la cartera en pagarés **vinculados a materias primas** implican riesgos sustanciales, incluido el riesgo de perder una parte significativa del valor de su capital principal. Además de los riesgos relacionados con las materias primas, estas inversiones pueden estar sujetas a otros riesgos específicos, como el riesgo de pérdida de intereses y del capital principal, la ausencia de un mercado secundario y el riesgo de mayor volatilidad, los cuales no afectan a los títulos tradicionales de renta variable y de renta fija. Las **fluctuaciones de las divisas** podrían anular las ganancias por inversiones o acentuar las pérdidas por inversiones. Los **títulos de renta fija** están sujetos a la capacidad del emisor de realizar puntualmente los pagos del capital principal y los intereses (riesgo de crédito), a las variaciones de los tipos de interés (riesgo de tipos de interés), a la solvencia del emisor y a la liquidez del mercado en general (riesgo de mercado). En un entorno de subidas de los tipos de interés, los precios de los bonos pueden caer. En general, los valores de los títulos de renta variable también fluctúan en respuesta a actividades propias de una compañía. Las inversiones en **mercados extranjeros** comportan riesgos específicos como, por ejemplo, de divisa, políticos, económicos y de mercado. Las acciones de **compañías de pequeña capitalización** entrañan riesgos específicos, como una limitación de líneas de productos, mercados y recursos financieros y una volatilidad de mercado mayor que los títulos de compañías más grandes y consolidadas. Los riesgos de invertir en países de **mercados emergentes** son mayores que los riesgos asociados a inversiones en mercados desarrollados extranjeros. Las participaciones de los **fondos cotizados** entrañan muchos de los mismos riesgos que las inversiones directas en acciones ordinarias o bonos y su valor de mercado fluctuará a medida que varíe el valor del índice subyacente. Al invertir en fondos cotizados y otros fondos de inversión, la cartera absorbe tanto sus propios gastos como los de los fondos cotizados y los fondos de inversión en los que invierte. La oferta y la demanda de fondos cotizados y de **fondos de inversión** pueden no estar correlacionadas con las de los títulos subyacentes. Los **instrumentos derivados** pueden ser ilíquidos, podrían incrementar las pérdidas de forma desproporcionada e imprimir un efecto negativo potencialmente amplio en la rentabilidad de la cartera. El uso de **apalancamiento** puede incrementar la volatilidad de la cartera. La **diversificación** no le protege frente a pérdidas en un mercado concreto, aunque le permite repartir el riesgo entre varias clases de activos.

DEFINICIONES

El impulso crediticio de China es la variación de la tasa de crecimiento del crédito agregado con respecto al PIB. Un contrato de divisas a plazo es una herramienta de cobertura que no implica ningún pago inicial. La zona euro, denominada oficialmente la "zona del euro", es una unión monetaria de 19 de los 28 Estados miembros de la Unión Europea (UE) que han adoptado el EUR (€) como su moneda común y su única moneda de curso legal. El impuesto sobre el valor añadido (IVA) en la Unión Europea es un impuesto al consumo general de base amplia que se aplica sobre el valor agregado a bienes y servicios. Se aplica prácticamente a todos los bienes y servicios que se compran y venden para uso o consumo en la Unión Europea.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Los puntos de vista y las opiniones pertenecen al autor en la fecha de publicación, podrán variar en cualquier momento debido a las condiciones del mercado o económicas y podrían no llegar a materializarse. Además, tales puntos de vista no se actualizarán o revisarán de otro modo para recoger la información disponible, las circunstancias existentes o los cambios que se produzcan después de la fecha de publicación. Los puntos de vista expresados no reflejan los de todos los gestores de carteras de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) ni los de toda la compañía en conjunto y podrían no plasmarse en todos los productos y las estrategias que ofrece la compañía.

Las previsiones y/o las estimaciones que se facilitan en este documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a rentabilidades de mercado previstas y perspectivas de mercado se basa en los estudios, los análisis y las opiniones de los autores. Estas conclusiones son de naturaleza especulativa, pueden no llegar a producirse y no pretenden predecir la rentabilidad futura de ningún producto concreto de Morgan Stanley Investment Management.

Salvo que se indique lo contrario, los puntos de vista y las opiniones que se recogen en este documento corresponden a los del equipo de gestión de carteras y se basan en el estado de los asuntos tratados en el momento de su redacción y no en fechas posteriores; tales puntos de vista y opiniones no se actualizarán ni se revisarán de otro modo para recoger información disponible, las circunstancias existentes o los cambios que se produzcan después de la fecha de publicación.

Algunos de los datos que aquí se incluyen se basan en información obtenida de terceros considerados fiables. Sin embargo, no hemos verificado dicha información, por lo que no formulamos declaración alguna con respecto a su precisión o su integridad.

Este documento es una comunicación general que no es imparcial y que se ha elaborado exclusivamente a efectos ilustrativos y formativos y no constituye una oferta ni una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión determinada. La información que figura en este documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún cliente y no constituye asesoramiento de inversión ni debe interpretarse en forma alguna como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Por consiguiente, antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben consultar a un asesor jurídico y financiero independiente para que les informe, entre otros aspectos, de las consecuencias fiscales de dicha inversión.

La rentabilidad pasada no garantiza resultados futuros. Los diagramas y los gráficos que se recogen en este documento se proporcionan con fines meramente ilustrativos.

Esta comunicación no es un producto del departamento de análisis de Morgan Stanley y no debe considerarse una recomendación basada en análisis. La información recogida en este documento no se ha elaborado de conformidad con los requisitos legales establecidos para promover la independencia de los análisis de inversiones y no está sujeta a ninguna prohibición de negociación antes de la difusión de análisis de inversiones.

Este comentario se dirige exclusivamente a personas que residen en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneran las leyes o los reglamentos locales y solo se distribuirá entre estas personas.

No existen garantías de que una estrategia de inversión vaya a funcionar en todas las condiciones de mercado, por lo que cada inversor debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente, en periodos de retrocesos en el mercado. Antes de invertir, los inversores deben consultar minuciosamente el documento de oferta correspondiente del producto. Hay diferencias importantes en la forma de ejecutar la estrategia en cada uno de los vehículos de inversión.

DISTRIBUCIÓN

Esta comunicación se dirige exclusivamente a personas que residen en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneran las leyes o los reglamentos locales y solo se distribuirá entre estas personas.

Irlanda: Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublín 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Regulada por el Banco Central de Irlanda. **Reino Unido:** Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Inscrita en Inglaterra. Número de registro: 1981121. Inscrita Oficinas: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. **Dubái:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubái, 506501 (Emiratos Árabes Unidos). Teléfono: +97 (0)14 709 7158). **Alemania:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland 4th Floor Junghofstrasse 18-26, 60311 Fráncfort del Meno (Alemania) (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited, sociedad inscrita en el Reino Unido, autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y con domicilio social en 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano), con sede en Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16, 20121 Milán (Italia), se encuentra inscrita en Italia con el número de sociedad y de IVA 08829360968. **Países Bajos:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor, Amstelplein 1 1096HA (Países Bajos). Teléfono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management es una sucursal de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera en el Reino Unido. **Suiza:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch. Autorizada y regulada por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Inscrita en el registro mercantil de Zúrich con el número CHE-115.415.770. Domicilio social: Beethovenstrasse 33, 8002 Zúrich (Suiza). Teléfono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41(0)44 588 1074.

Estados Unidos

Una cuenta gestionada por separado podría no ser adecuada para todos los inversores. Las cuentas gestionadas por separado según la estrategia incluyen diversos títulos y no reproducirán necesariamente la rentabilidad de un índice. Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos y las comisiones de la estrategia. Se requiere un nivel mínimo de activos. Para conocer información importante sobre el gestor de inversiones, consulte la parte 2 del formulario ADV.

Antes de invertir, estudie minuciosamente los objetivos de inversión, los riesgos, las comisiones y los gastos de los fondos. En los folletos, figuran esta y otra información sobre los fondos. Para obtener un ejemplar del folleto, descárguelo en morganstanley.com/im o llame al 1-800-548-7786. Lea el folleto detenidamente antes de invertir.

Morgan Stanley Distribution, Inc. actúa como distribuidor de los fondos de Morgan Stanley.

SIN SEGURO DE LA FDIC | SIN GARANTÍA BANCARIA | POSIBLES PÉRDIDAS DE VALOR | SIN LA GARANTÍA DE NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL | NO ES UN DEPÓSITO BANCARIO

Hong Kong: Este documento lo emite Morgan Stanley Asia Limited para utilizarse en Hong Kong y únicamente podrá facilitarse a "inversores profesionales", según se define este término en la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) de Hong Kong (capítulo 571). El contenido de este documento no lo ha revisado ni aprobado ninguna autoridad reguladora, ni siquiera la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En consecuencia, salvo en casos de exención conforme a la legislación pertinente, este documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** Este documento no debe considerarse una invitación de suscripción o adquisición, directa o indirectamente, dirigida al público o a cualquier persona concreta de este en Singapur, salvo a (i) inversores institucionales conforme al artículo 304 del capítulo 289 de la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act, "SFA") de Singapur, (ii) a "personas relevantes" (incluidos inversores acreditados) de conformidad con el artículo 305 de la SFA, y de acuerdo con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA,

o (iii) de otro modo de conformidad y de acuerdo con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. La Autoridad Monetaria de Singapur no ha revisado este documento. **Australia:** Esta publicación la distribuye en Australia Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited, ACN: 122040037, AFSL n.º 314182, que acepta la responsabilidad de su contenido. Esta publicación y cualquier acceso a ella están dirigidos exclusivamente a "clientes mayoristas", según el significado que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades (Corporations Act) de Australia.

Japón: En el caso de inversores profesionales, este documento se facilita o se distribuye solo con fines informativos. En el caso de inversores no profesionales, este documento se distribuye en relación con el negocio de Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") con respecto a contratos de gestión discrecional de inversiones y contratos de asesoramiento de inversiones. Este documento no se concibe como una recomendación o una invitación para llevar a cabo operaciones ni ofrece ningún instrumento financiero concreto. En virtud de un contrato de gestión de inversiones, con respecto a la gestión de activos de un cliente, el cliente ordena políticas de gestión básicas por adelantado y encarga a MSIMJ que tome todas las decisiones de inversión con base en un análisis del valor de los títulos, entre otros factores, y MSIMJ acepta dicho encargo. El cliente deberá delegar en MSIMJ las facultades necesarias para realizar inversiones. MSIMJ ejerce las facultades delegadas con base en las decisiones de inversión de MSIMJ y el cliente se abstendrá de emitir instrucciones concretas. Todos los beneficios y las pérdidas de inversión pertenecen a los clientes; el capital principal no está garantizado. Antes de invertir, estudie los objetivos de inversión y la naturaleza de los riesgos. Se aplicará una comisión de asesoramiento de inversiones por contratos de asesoramiento de inversiones o contratos de gestión de inversiones, en proporción al plazo del contrato y en función de la cantidad de activos objeto del contrato, multiplicada por cierto tipo (como máximo, del 2,16% anual, impuestos incluidos). En el caso de algunas estrategias, puede aplicarse una comisión de contingencia, además de la comisión que se menciona anteriormente. También puede incurrirse en gastos indirectos, como comisiones de intermediación de valores registrados. Dado que estos gastos y comisiones varían en función del contrato y otros factores, MSIMJ no puede indicar los tipos, los límites máximos, etc. por adelantado. Todos los clientes deben leer minuciosamente los documentos que se facilitan con carácter previo a la suscripción de un contrato antes de formalizarlo. Este documento lo distribuye en Japón MSIMJ, sociedad inscrita con el número 410 (Dirección de la oficina financiera local de Kanto [sociedades de instrumentos financieros]), afiliación: Japan Securities Dealers Association, Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association y Type II Financial Instruments Firms Association.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

EMEA: Esta comunicación comercial la emite Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Domicilio social: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublín 2 (Irlanda). Inscrita en Irlanda con el número de sociedad 616662. Autorizada y regulada por el Banco Central de Irlanda. ("MSIM Ireland").

La propiedad intelectual de cualquier índice mencionado en este documento (incluidas marcas comerciales registradas) recae sobre el licenciante correspondiente. Los licenciados no patrocinan, respaldan, venden o promocionan en modo alguno ningún producto basado en índices, por lo que no tendrán responsabilidad alguna a este respecto.

La información incluida en esta comunicación no constituye una recomendación basada en análisis ni "análisis de inversiones" y se considera una "comunicación comercial" de conformidad con las disposiciones reglamentarias europeas o suizas aplicables. Esto significa que esta comunicación comercial (a) no se ha elaborado de conformidad con los requisitos legales establecidos para promover la independencia del análisis de inversiones y (b) no está sujeta a ninguna prohibición de negociación antes de la difusión del análisis de inversiones.

MSIM Ireland no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar o distribuir este documento, salvo que dichas utilización y distribución se lleven a cabo de conformidad con las leyes y los reglamentos aplicables. MSIM Ireland no será responsable del uso o el uso inapropiado de este documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto. Si es usted distribuidor de Morgan Stanley Investment Funds, algunos fondos o todos ellos, o participaciones de fondos concretos, podrían estar disponibles para su distribución. Consulte estos datos en su acuerdo de subdistribución antes de remitir información sobre fondos a sus clientes.

No podrá reproducirse, copiarse o transmitirse la totalidad o parte de este documento y tampoco podrá divulgarse su contenido a terceros sin el consentimiento expreso por escrito de MSIM Ireland.

Toda la información que figura en este documento es propia y cuenta con la protección de la legislación sobre derechos de autor.

Morgan Stanley Investment Management es la división de gestión de activos de Morgan Stanley.

Este documento podrá traducirse a otros idiomas. Cuando se haga tal traducción, la versión en inglés se considerará definitiva. En caso de discrepancias entre la versión en inglés y cualquier versión de este documento en otro idioma, prevalecerá la versión en inglés.